

ARÇELİK

Beklenti üstü net zarar ve beklentilerde aşağı revizyon, FAVÖK'teki toparlanmayı gölgede bıraktı.

Arçelik 2,06 milyar TL net zarar açıkladı; bu, 1,1 milyar TL konsensüs zararının üzerinde ve ağırlıkla yüksek ertelenmiş vergi giderinden kaynaklanıyor. FAVÖK 8,58 milyar TL ile yıllık %39 arttı; düşük 3Ç24 bazının yanı sıra düşen hammadde maliyetleri, operasyonel tasarruflar ve parite (EUR/USD) desteği etkili oldu, ancak konsensüsün %3 altında kaldı. Net satışlar 124,45 milyar TL ile yıllık %11 geriledi (beklentilere paralel); olumsuz fiyat/karma, uluslararası talep zayıflığı ve Avrupa'daki görece zayıf performans baskın etkenlerdi.

Coğrafi gelişmeler: Uluslararası satışlar %10,1 düştü (EUR); EUR dışı pazarlarda zayıf parite seyri, hacim gerilemesi ve ürün karması öne çıkan sebeplerdi. Avrupa'da talep 8A25 itibarıyla Batı'da %1,8, Doğu'da %3,4 toparlansa da Beko yoğun fiyat rekabeti altında liderliği korurken pazar payı kaybetti. Asya-Pasifik'te 3Ç25'te ~%9 düşüş görüldü (EUR); Çinli markalarla sert rekabet, makroekonomik zayıflık ve afet etkileri belirleyici oldu. Afrika & Orta Doğu 3Ç25'te ~%6,5 daraldı (EUR); Orta Doğu pazarındaki zayıflık ana etken olarak öne çıktı. Türkiye %5,9 düşüş kaydetti (EUR); klima toptan satışları zayıf, beyaz eşya talebi ılımlı, TV hacimleri dengeliydi; TMS29 (TL) bazında satışlar Türkiye'de %8,5, uluslararası pazarlarda %12,7 reel daralma gösterdi.

FAVÖK marjındaki ç/ç 1,1 y.p., y/y 2,5 y.p. genişleme olumlu bir gelişmeydi. Düşen plastik (ç/ç ~-%8) ve metal (ç/ç ~-%1) fiyatları, operasyonel tasarruflar ve destekleyici parite (EUR/USD) katkıda bulundu. Brüt marj ç/ç 0,67 y.p. genişlerken, Operasyonel giderler/satışlar ç/ç 0,16 y.p. geriledi. Yönetim girdilerdeki seyrin 4Ç25'te de sınırlı da olsa sürmesini bekliyor.

Yapısal dönüşümde güncel durum: Planlanan 2 bin işten çıkarmanın ~%90'ında (~1.800 bin pozisyon) uzlaşma sağlandı; Birleşik Krallık ve Polonya tesisleri kapandı, üretim Türkiye'ye taşındı; İtalya'daki bir tesis 2025'te kapanacak. İşten çıkarmalara ilişkin karşılıklar 2024'te (3Ç25 itibarıyla bilançodaki karşılık ~7,2 milyar TL) ayrıldığı için ilave bir gider etkisi görmemeyi; ancak nakit çıkışı olarak karşımıza çıkmasını bekliyoruz.

Borçluluk geriledi ancak hala yüksek. Toparlanan FAVÖK, işletme sermayesinde tahsilatlarla desteklenen gerileme ve sınırlı yatırım harcaması (satışların ~%2,4'ü; y/y -2,34 y.p., ç/ç -0,54 y.p.) ile 3Ç25'te 13,3 milyar TL pozitif SNA üretildi; yılbaşından beri SNA -12,6 milyar TL'ye toparlanmış oldu. NB/FAVÖK 5,2x'e (2Ç25: 5,9x) gerilerken stok kârı/zararı etkilerinden arındırılmış NB/FAVÖK 4,2x (2Ç25: 4,5x) oldu; yönetim işletme sermayesi disiplini ile 2025'te SNA'yı pozitif bölgede kapatmayı ve stok kârı/zararı etkilerinden arındırılmış ND/FAVÖK'te 3,8x eşliğine uyum sağlamayı hedefliyor.

2025 beklentileri aşağı çekildi: Türkiye ciro ~-%5 (önceki "yatay"), uluslararası ~+%-10 (YP; önceki ~+%-15), düzeltilmiş FAVÖK marjı ~%6-6,5 (önceki ~%6,5), net işletme sermayesi/satışlar ~%20-22 (önceki <%20), yatırım harcaması ~250 milyon EUR (önceki ~300 milyon EUR).

Yorum: Beklenti üstü net zarar ve beklentilerde aşağı revizyon, FAVÖK'teki toparlanmayı gölgede bıraktı. Hisse son bir aylık dönemde BİST100'e göre ~%13,4 geride kaldı. Bu nedenle 3Ç25'in kısmen fiyatlanmış olabileceğini; olumsuz bir piyasa tepkisinin ise sınırlı kalabileceğini düşünüyoruz.

Değerleme: 12A hedef fiyatımızı 173 TL'ye indirirken (önceki 181 TL), "Endeks Üzerinde Getiri" tavsiyemizi koruyoruz. EUR bazlı tahminlerimize göre hisse 5,7x FD/FAVÖK (12 Ay İleri) ile uluslararası benzerlerine ~%26 iskontolu işlem görüyor.

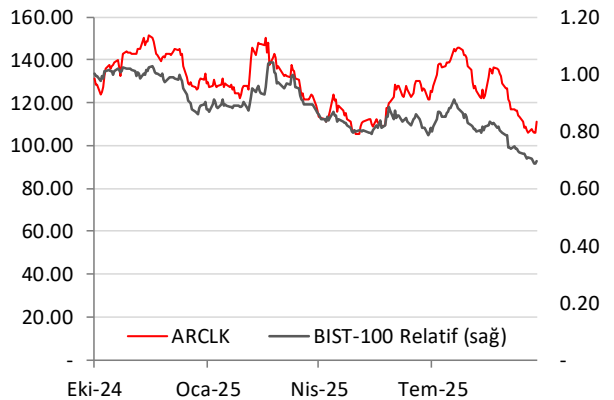
Finansal Özet	TMS29'a göre			TMS29'a göre			AK		Piyasa (19 Kat.)	
	3Ç25	3Ç24	y/y	2Ç25	ç/ç	Tahmin	Fark	Tahmin	Fark	
Net Satışlar	124,446	140,480	-11%	130,471	-5%	125,731	-1%	125,171	-1%	
FAVÖK	8,577	6,183	39%	7,606	13%	8,801	-3%	8,808	-3%	
FAVÖK Marjı	6.9%	4.4%	2.5 ppt	5.8%	1.1 ppt	7.0%	-0.1 ppt	7.0%	-0.1 ppt	
Net Kar	-2,055	-5,592	-63%	-2,511	-18%	-1,135	81%	-1,100	87%	

Kaynak: Şirket, Rasyonet, AK Yatırım

Endeks Üzerinde Getiri

Analistler: Ömer Faruk Yüksel
omerfaruk.yuksel@akyatirim.com.tr

Bloomberg Kodu	ARCLK TI			
Tavsiye	Endeks Üz. Getiri			
Hedef Fiyat, TL	173.00 (önceki 181.00)			
Güncel Fiyat, TL	111.40			
Getiri Potansiyeli	55%			
Halka Açıklık Oranı	25%			
Piyasa Değeri, mn TL	75,276			
Firma Değeri, mn TL	223,933			
Finansal Veriler	2024	2025T	2026T	2027T
Özet UFRS Finansallar				
Ciro, mn TL	428,548	553,207	679,616	828,683
FAVÖK, mn TL	22,297	34,575	50,971	66,295
Net Kâr, mn TL	1,689	-8,225	7,017	11,856
Borçluluk				
Net Borç, mn TL	87,227	144,883	140,932	128,204
Net Borç/FAVÖK	3.9	4.2	2.8	1.9
Kârlılık				
FAVÖK Marjı	5.2%	6.3%	7.5%	8.0%
Net Marj	0.4%	n.m.	1.0%	1.4%
Temettü Verimi	-	-	-	-
Büyüme				
Ciro, y/y	66.7%	29.1%	22.9%	21.9%
FAVÖK, y/y	9.7%	55.1%	47.4%	30.1%
Net Kâr, y/y	-78.0%	n.m.	n.m.	69.0%
Değerleme Verisi	2024	2025T	2026T	2027T
F/K	61.5	n.m.	10.7	6.3
FD/FAVÖK	8.5	6.3	4.2	3.0
FD/Ciro	0.4	0.4	0.3	0.2
Hisse Verileri	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	-16.7%	-12.0%	-21.2%	-21.5%
BİST-100 Relatif	-13.4%	-14.0%	-36.1%	-29.5%
AOİH, mn TL	509	397	340	357



Piyasa verileri 24 Ekim 2025 tarihliidir.

Tahminlerde Revizyonlar						
	Yeni			Eski		
	2025T	2026T	2027T	2025T	2026T	2027T
Net Satışlar	553,207	679,616	828,683	618,364	748,361	887,338
% büyüme	29.1%	22.9%	21.9%	44.3%	21.0%	18.6%
FAVÖK	34,575	50,971	66,295	38,339	52,385	66,550
FAVÖK Marjı	6.3%	7.5%	8.0%	6.2%	7.0%	7.5%
Net Kar	(8,225)	7,017	11,856	(9,435)	4,382	7,694
% büyüme	n.m.	n.m.	69.0%	n.m.	n.m.	75.6%
Önceki Tahminlere Göre Değişim						
Net Satışlar	(10.5%)	(9.2%)	(6.6%)			
FAVÖK	(9.8%)	(2.7%)	(0.4%)			
Net Kar	n.m.	60.1%	54.1%			
Hedef Fiyat		173.00			181.00	
Hedef Fiyat Değişimi		(4.4%)				
Kaynak: AK Yatırım						

Gelir Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	147,483	140,480	135,828	124,353	130,471	124,446
Brüt Kar	40,821	37,091	36,468	35,641	37,059	36,180
Operasyonel Giderler	39,647	36,634	35,854	34,498	35,224	33,404
Faaliyet Karı	1,174	458	614	1,143	1,835	2,776
FAVÖK	6,781	6,183	6,015	6,522	7,606	8,577
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	19,030	-8,241	-19,213	-2,229	-4,281	-3,483
Vergi Öncesi Kar	20,204	-7,783	-18,598	-1,086	-2,446	-708
Vergi Geliri / (Gideri)	1,082	1,383	-2,046	-1,138	-730	-1,631
Vergi Sonrası Net Kar	21,286	-6,400	-20,644	-2,224	-3,176	-2,338
Azınlık Payları	-541	-808	-3,763	-355	-665	-283
Net Kar	21,827	-5,592	-16,881	-1,869	-2,511	-2,055
Büyüme (Yıllık)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Satış Gelirleri	23.0%	13.8%	19.5%	9.3%	-11.5%	-11.4%
Operasyonel Giderler	36.6%	21.4%	24.0%	19.8%	-11.2%	-8.8%
Faaliyet Karı	-85.7%	-92.4%	-79.2%	-77.0%	56.3%	506.7%
FAVÖK	-44.8%	-37.9%	-9.5%	-27.4%	12.2%	38.7%
Net Kar	835.4%	-437.0%	-191.5%	-167.6%	-111.5%	-63.2%
Karlılık / Rasyo Analizi	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Brüt Kar Marjı	27.7%	26.4%	26.8%	28.7%	28.4%	29.1%
Operasyonel Gider Marjı	26.9%	26.1%	26.4%	27.7%	27.0%	26.8%
Faaliyet Kar Marjı	0.8%	0.3%	0.5%	0.9%	1.4%	2.2%
FAVÖK Marjı	4.6%	4.4%	4.4%	5.2%	5.8%	6.9%
Efektif Vergi Oranı	-5.4%	17.8%	-11.0%	-104.8%	-29.9%	-230.4%
Net Kar Marjı	14.8%	-4.0%	-12.4%	-1.5%	-1.9%	-1.7%
Parasal Kazanç (Kayıp)	2.5%	3.1%	3.4%	4.0%	2.8%	3.0%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	-7.2%	-11.7%	26.3%	-8.9%	-5.4%	13.1%
Serbest Nakit Akımı Marjı	-4.5%	-16.4%	18.4%	-12.2%	-8.3%	10.7%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	-157%	-266%	594%	-169%	-93%	191%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	4.9%	4.8%	7.7%	3.0%	3.0%	2.4%
İşletme Serm. Değişim / Satış Gelirleri	-8.1%	-8.3%	22.9%	-12.5%	-13.2%	7.3%
Nakit Akım Tablosu (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-10,666	-16,415	35,708	-11,006	-7,057	16,358
Düzeltilme Öncesi Kar	21,286	-6,400	-20,644	-2,224	-3,176	-2,338
Amortisman ve İtfa Payları	5,607	5,725	5,401	5,379	5,771	5,801
İşletme Sermayesindeki Değişim	-11,989	-11,593	31,106	-15,570	-17,271	9,038
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	-25,570	-4,147	19,845	1,408	7,618	3,857
Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	4,042	-6,685	-10,703	-4,203	-3,725	-3,010
Sabit Sermaye Yatırımları	-7,259	-6,683	-10,511	-3,705	-3,855	-3,006
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	11,301	-2	-192	-498	130	-5
Serbest Nakit Akımı	-6,623	-23,100	25,005	-15,209	-10,783	13,347
Finansman Faaliyetlerinden Nakit	7,136	1,369	-1,184	2,773	24,465	-4,167
Finansal Borçlardaki Değişim	13,898	10,700	9,020	10,678	33,380	7,618
Temettü	-860	-286	-269	-15	-208	-204
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	-5,901	-9,046	-9,935	-7,891	-8,707	-11,581
Çevrim Farkları	-5,587	3,647	-5,153	1,010	2,066	496
Nakit ve Benzerlerindeki Değişim	-5,075	-18,084	18,668	-11,427	15,749	9,677

Bilanço (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Dönen Varlıklar	351,046	318,737	287,818	296,629	325,868	310,847
Nakit ve Nakit Benzerleri	65,706	45,733	63,738	49,991	64,583	71,440
Finansal Yatırımlar	0	0	0	0	0	0
Ticari Alacaklar	151,397	142,804	116,558	128,609	140,878	125,329
Stoklar	110,667	108,703	89,962	100,815	99,530	92,623
Diğer Dönen Varlıklar	23,277	21,498	17,560	17,213	20,877	21,455
Duran Varlıklar	219,161	221,198	211,048	213,599	214,677	207,334
Finansal Yatırımlar	238	243	295	283	276	308
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	3,121	3,136	3,132	3,437	3,391	3,276
Maddi Duran Varlıklar	116,257	116,216	113,910	114,055	113,407	109,234
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	60,340	60,039	56,268	56,639	57,504	56,643
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	0	0	0	0	0	0
Diğer Duran Varlıklar	39,206	41,564	37,442	39,184	40,098	37,873
Toplam Varlıklar	570,207	539,936	498,866	510,228	540,545	518,181
Kısa Vadeli Yükümlülükler	316,795	283,014	277,497	294,981	339,423	326,303
Finansal Borçlar	95,224	77,190	78,101	90,297	139,782	142,387
Ticari Borçlar	157,814	140,284	128,427	135,832	132,244	118,765
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0	0
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	63,757	65,539	70,969	68,851	67,397	65,151
Uzun Vadeli Yükümlülükler	117,732	133,951	127,217	124,435	120,266	117,807
Finansal Borçlar	80,818	95,984	95,046	90,404	80,746	79,286
Ertelenmiş Gelirler	0	0	0	0	0	0
Ertelenmiş Vergi Yükümlülükleri	8,999	8,245	5,874	6,172	6,357	6,297
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	27,915	29,722	26,297	27,858	33,163	32,224
Özkaynaklar	135,680	122,970	94,152	90,812	80,855	74,071
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	111,853	100,346	84,252	81,180	74,159	68,120
Azınlık Payları	23,827	22,625	9,900	9,632	6,696	5,951
Toplam Kaynaklar	570,207	539,936	498,866	510,228	540,545	518,181
Yatırım Sermayesi	282,931	288,379	235,732	255,553	276,321	262,825
Toplam Borç	176,042	173,174	173,147	180,702	220,528	221,673
Net İşletme Sermayesi (NİS)	104,249	111,222	78,093	93,592	108,164	99,187
NİS / S12A Satışlar	20.9%	21.6%	14.5%	17.1%	20.4%	19.3%
Net Borç (NB)	110,337	127,442	109,409	130,710	155,945	150,233
NB / S12A FAVÖK	3.4	4.5	3.9	5.1	5.9	5.2
NB / Özkaynaklar	0.8	1.0	1.2	1.4	1.9	2.0
Kısa Vadeli Net Borç (KV NB)	29,519	31,458	14,363	40,306	75,199	70,947
KV ND / S12A FAVÖK	0.9	1.1	0.5	1.6	2.9	2.5
YPP (Türev Korunma Dahil)	-39,251	-13,038	-42,656	-21,839	-53,175	-64,290

Nakit Akım Köprüsü (milyon TL)	2Ç24	3Ç24	4Ç24	1Ç25	2Ç25	3Ç25
Net Satışlar	147,483	140,480	135,828	124,353	130,471	124,446
SMM	-106,662	-103,388	-99,360	-88,711	-93,412	-88,266
Brüt Kâr	40,821	37,091	36,468	35,641	37,059	36,180
marj	27.7%	26.4%	26.8%	28.7%	28.4%	29.1%
Operasyonel Giderler	-39,647	-36,634	-35,854	-34,498	-35,224	-33,404
marj	26.9%	26.1%	26.4%	27.7%	27.0%	26.8%
Diğer düzeltmeler	-	-	-	0	-	-
FVÖK	1,174	458	614	1,143	1,835	2,776
marj	0.8%	0.3%	0.5%	0.9%	1.4%	2.2%
Amortisman	5,607	5,725	5,401	5,379	5,771	5,801
FAVÖK	6,781	6,183	6,015	6,522	7,606	8,577
marj	4.6%	4.4%	4.4%	5.2%	5.8%	6.9%
Ödenen vergi	-481	-211	-376	-110	-364	-1,190
Δ NİS	-11,989	-11,593	31,106	-15,570	-17,271	9,038
... Nakit dönüşüm gün sayısı	55	61	55	52	61	67
... Δ Alacaklar	-3,272	8,522	26,252	-12,428	-12,219	15,406
... Tahsil gün sayısı	82	96	87	90	94	98
... Δ Stoklar	-3,886	1,801	18,538	-10,924	1,172	6,994
... Devir gün sayısı	82	97	91	98	98	99
.. Δ Borçlar	-2,661	-17,478	-11,903	7,835	-4,592	-13,224
... Ödeme gün sayısı	109	132	123	136	131	130
... Δ Diğer İS	-2,170	-4,439	-1,780	-53	-1,632	-138
Diğer OpNA	-4,976	-10,794	-1,037	-1,849	2,971	-67
ONA	-10,666	-16,415	35,708	-11,006	-7,057	16,358
marj	-7.2%	-11.7%	26.3%	-8.9%	-5.4%	13.1%
Yatırım Harcaması	-7,259	-6,683	-10,511	-3,705	-3,855	-3,006
marj	4.9%	4.8%	7.7%	3.0%	3.0%	2.4%
Diğer YatNA	11,301	-2	-192	-498	130	-5
SNA	-6,623	-23,100	25,005	-15,209	-10,783	13,347
marj	-4.5%	-16.4%	18.4%	-12.2%	-8.3%	10.7%
Ödenen temettü	-860	-286	-269	-15	-208	-204
Geri alınan payların satışı	-	-	-	-	157	0
Diğer Çeşitli	-8,164	6,281	-6,703	-6,077	-14,401	-7,431
Δ Net Nakit	-15,647	-17,105	18,033	-21,302	-25,235	5,712

AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların Internet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.